

## 機関投資家のコーポレート・ガバナンスと リスク再配分機能<sup>\*1</sup>

首藤 恵<sup>\*2</sup>

### 要 約

先進国一般において、金融自由化・グローバル化と情報技術の高度化は、確実に金融仲介の担い手を変化させている。わが国においても、個人資産が市場を介してリスク投資に向かう速度は高まり、個人の代理人たる長期機関投資家とくに年金基金は、銀行がこれまで担ってきた金融仲介機能を補完ないし代替していくことを求められている。そのために考慮すべき条件は何か。各国に共通する構造変化とわが国固有の条件を区別する必要がある。

各国共通の構造変化として、金融自由化・グローバル化と情報技術進歩が市場と企業活動の連動性を高めて「分散不能リスクの増大」を招いたこと、金融取引の高度化が「市場参加コストの上昇」をもたらしたことが挙げられる。これらの変化は、預金の安全資産としての質を低下させる一方で、資産運用とリスク管理へのニーズを高めた。わが国固有の条件として、「家計の高齢化」および個人の「資産分布の均等性」と家計のリスク態度との関連に、注目しなくてはならない。この点を考慮するならば、長期機関投資家である年金基金の個人の代理人としての行動——高度化した市場への代理参加や代理株主としての企業経営監視——は、わが国においてとりわけ重要である。それに加えて、所有の機関化が進むほど、投資先企業の代表的ステークホルダーとして多様なステークホルダー間の利害調整を考慮した行動が求められる。

機関投資家の金融仲介機能は、市場への「代理参加」、「所有仲介」、ステークホルダー間の「利害調整」の3つの機能からなっており、これらの機能の遂行が経済における「リスク再配分」を効率化し金融システムと経済の活性化をもたらす不可欠の要因である。金融システム全体の枠組みで年金基金の金融仲介機能とくにリスク再配分機能を捉える視点は、これまでの年金制度改革の議論に欠落していたといっても過言ではない。この点で、1990年代以降に英国で積極的に進められてきた機関投資家行動に関する制度改革から、わが国の年金基金改革の方向と課題を考える上で有用な示唆を引き出すことができる。

市場を基軸とするシステムへの移行は、わが国金融制度改革の目標であり、その実現のためには、市場をベースとする金融仲介の構築が鍵となる。そこでは、代表的プレーヤーとして年金基金と受託機関の果たす役割は決定的となろう。

\* 1 本論の問題意識は、一橋大学経済研究所経済制度研究センターにおける共同研究プロジェクトにおける一橋大学経済研究所寺西重郎教授と北村行伸助教授との議論の過程で深められた。Ⅱ節は、Kitamura, Suto, and Teranishi (2001) 論文の議論に負うところが大きい。この節のありうるべき誤りは、著者のみに帰すことはいうまでもない。

\* 2 中央大学経済学部教授

## I. はじめに

先進国一般において、1970年代以降、最終的な資金の出し手である家計と企業を結ぶ金融移転のルートは急速に多様化した。程度の差はあれ、証券市場を経由した資金の流れは相対的に大きくなり、市場の評価が企業経営に与える影響は確実に高まってきた。同時に、証券市場経由の資金の流れは、個人の直接投資から機関投資家を通じた間接投資へとシフトする傾向にある。こうした資金移転ルートの多様化は、企業の資金調達行動の変化と投資先企業に対する外部資金供給者の経営監視行動の変化をともない、企業の内部規律付けシステムをも変化させてきた。

わが国においても、1970年代以降、大企業を中心に市場からの資金調達が増大し、長期的に見れば個人資金が直接・間接にリスク資産市場に向かう速度も徐々に高まってきた。しかし、1990年代に入ると、長引く証券市場の停滞と銀行の経営不安の中で、金融自由化によって個人の資産選択の自由度が高まったにもかかわらず、リスク投資はいわば凍結状態にある。つまり、リスク配分における需要と供給のミス・マッチは拡大したが、それを調整すべき金融仲介機能はむしろ収縮している。個人のリスク態度と企業のリスク資金需要のミス・マッチを調整する仲介メカニズムをどのようにすれば拡充することができるかが、制度構築の課題となっている。

個人の潜在的なリスク負担能力を引き出すために、税制措置など制度インセンティブを与えることも必要である。しかし、個人の金融行動は多様な要因の集積であり、短期的な変化を期待することはできない。証券市場の拡大は、わが国金融制度改革の最優先課題とみなされ、さまざまな改革が行なわれている。銀行を中心とした金融システムから市場をベースとしたシス

テムへの移行の速度を高めなくてはならないことは、広く一般的な認識となっていると言ってもよい。しかし、そのために考慮すべき条件は何か。各国に共通する構造変化とわが国固有の条件の違いを、あらためて考える必要がある。

本論は、わが国固有の条件として、「資産分布」の均等性と高齢化家計への偏りが資産選択に与える影響に注目しなくてはならないと考える。「家計の高齢化」が異例の速度で進んでいることを考えれば、わが国が金融制度改革を進めるうえで、この条件の重要性は今後とも軽視できないであろう。それにもかかわらず、これまで多くの論者から指摘されながら、金融制度改革の枠組みで十分に議論がなされていない。この観点から決定的に重要なのは、「個人の代理人」として行動する機関投資家の存在である。この定義による機関投資家は、高度化した市場に代理参加して、個人の代理株主として投資先企業を監視する行動を通じて、「リスク再配分機能」を担う存在である。

機関投資家の中でも、長期機関投資家とくに「年金基金」（以下では企業年金に限定して議論を進める）は、社会の高齢化が進む中でますます個人の代理人としての機能が期待されている。機関投資家は、企業へのリスク資金の供給と個人の資産運用の両面で、銀行がこれまで担ってきた金融仲介機能を補完ないし代替していくことが求められている。金融仲介機能は、リスク移転とリスク管理をとまなう資金移転の円滑化であり、仲介機関による投資先企業や投資プロジェクトの評価と監視は金融仲介機能の不可欠な要素である。わが国における最近の年金改革をめぐる議論は、問題の緊急性から企業退職金制度改革の一環として進められ、その中で年金加入者の便益を確保する手段として年金運営の効率化と投資先企業の経営関与に強い関

心が向けられてきたように見える。金融システム全体の枠組みで年金基金の金融仲介機能とくにリスク再配分機能を捉える視点は、これまでの年金制度改革の議論に欠落していたといっても過言ではない。

本論の目的は、次の2点である。第一に、銀行をベースとする金融システムから市場をベースとするシステムに向かうとき、個人の代理人として機関投資家が担うべき金融仲介機能を明らかにする。第二に、わが国において、個人の代理人である機関投資家の中心は年金基金であるとの明確な立場に立って、市場を介した「リスク再配分機能」と所有仲介による「コーポレート・ガバナンス機能」の2つの面から、わが国企業年金改革の方向と課題について議論することにある。すなわち、金融機関レベルで担う経済機能を、金融システムの経済機能の遂行にいかに関結つけるかの議論が必要であるというのが、本論の主張である。

本論の構成は以下のとおりである。Ⅱ節では、金融自由化・グローバル化と情報技術進歩がもたらした各国共通の構造変化を、「分散不能リスクの増大」と「市場参加コストの上昇」という2つのキー・ワードを用いて論じる。銀行預金の安全資産としての比較優位の低下と銀行業の資産運用産業化が、金融仲介の変質を生み出していることを明らかにする。さらに、わが国の資産分布に注目し、家計部門の潜在的リスク負担能力の大きさと家計のリスク選好のギャップを前提として金融仲介のあり方を求める必要

があると主張する。

Ⅲ節では、機関投資家のコーポレート・ガバナンス機能とリスク再配分機能の関連を明らかにする。市場ベース型と関係指向型といった従来のガバナンス・システムの類型化ではもはや現実の変化を十分に説明できないこと、新たな金融仲介の枠組みにおける機関投資家の経済機能として、高度化された市場への「代理参加」、代理株主としての行動すなわち「所有仲介」、ステークホルダー間の「利害調整」の3つの機能を重視し、これらの機能の円滑な遂行が、経済のリスク再配分を通じて金融システムと経済の活性化をもたらす不可欠の要因であることを主張する。

Ⅳ節では、1990年代後半から進められつつあるわが国の企業年金基金改革と、1990年代以降に実施されたイギリスの機関投資家に関する制度改革を対比し、今後の制度改革の方向についての示唆を引き出す。わが国国家計固有の条件を考慮するならば、所有の分散と企業コントロール市場をベースとするアメリカ型システムよりも、広くステークホルダー間の利害調整コストを配慮し、機関投資家に代表的ステークホルダーとしての役割を担わせるイギリス型システムが参考になる。

最期にⅤ節では、市場型金融システムへの移行を目ざすわが国金融制度改革の枠組みの中で、機関投資家を機軸とする金融仲介がどうあるべきかを論じ、若干の政策的インプリケーションをまとめる。

## Ⅱ．金融仲介の構造変化

### Ⅱ－１．リスク再配分市場の成長—分散不能リスクの増大と市場参加コストの上昇

1980年代に顕著となった2つの事象、すなわち、情報技術革新と金融自由化・グローバル化は、金融取引の技術的高度化と仕組みの複雑化そして資産の多様化をもたらした。同時に、多様

な資産の代替性と市場間のリンケージを強めた。これらの変化は、市場利用者に対して次の相反する効果をもたらした。

第一に、伝統的な金融取引に必要な情報コストを含む「取引コストの低減」である。一つは、売買システムや決済制度、バックオフィス業務

のエレクトロニクス化によって、取引相手の探索、売買執行、決済にともなう物理的・時間的コストは、利用者にとって劇的に低下した。もう一つは、「情報の規格化」による、情報格差の縮小と情報コストの低下である。市場価格はもっとも規格化された情報であり、市場全般に公開される。取引のエレクトロニクス化とともに、市場参加者の範囲が急速に広がり、多様な市場参加者が保有する情報が市場価格に集約される速度は格段に向上した。企業活動と金融取引の国際化は各国における情報開示制度の徹底と開示基準の共通化を進め、規格化された幅広い情報が公開情報として市場に供給された。格付け機関や情報サービス会社の競争もまた、情報コストの縮小と情報の非対称性の解消に貢献したといえるだろう。

従来、取引と情報生産における規模の経済性および範囲の経済性を通じて、金融取引に必要な「取引コスト」と取引者間の「情報格差」を縮小することが、金融仲介機関の基本的な機能である。とりわけ銀行に代表される伝統的金融仲介機関は、資金プーリング・信用情報の生産・リスク分散を組織内部で行い、貸出リスクをみずから分担して安全性と流動性の高い資産（預金）を発行できる点で特別な金融機関とみなされてきた。

金融取引にかかわる取引コストの低下と規格化された情報の供給拡大が、市場利用コストを引き下げ、伝統的な金融仲介機関の比較優位を相対的に低下させたとする見方は、もはや一般的といえるだろう。

第二に、「リスク分散コスト」の上昇である。情報技術革新と金融グローバル化は、ローカルな市場間の調整速度を高めただけでなく、国際間の市場の連動性を高めた結果、「分散不能リスク」undiversifiable risksを増加させた。

アジア金融危機がその典型であるように、ローカル・ショックが瞬時にして世界規模で波

及することは今では日常的な出来事である。世界同時的ショックの頻発は、クロス・セクショナルに分散化できないリスクを生み出すことになる。金融仲介機能に焦点を当てると、多数の資産に同時に影響を及ぼすマクロ経済ショックに対して、従来のリスク分散機能では対応できず、金融機関にとって金融仲介リスクあるいは資産変換リスクは増大する。

クロス・セクショナルな分散不能リスクを縮小する方法として、長期的な視点から経済の循環的な変動に対処する世代間のリスク分担がある。Allen and Gale (1997) の理論モデルによれば、一時点におけるリスク分担 cross-sectional risk sharing で対応できない状況であっても、異時点間のリスク分担 intertemporal smoothing of risk を実現する間接金融システムは、不完全性を抱えた市場型システムよりも高い厚生を実現する可能性がある。その場合には、世代間のリスク調整の担い手として、長期視点から資金配分を行うことができる金融仲介機関の存在が重要になる。

言うまでもなく、分散不能リスクが世代間で調整できるためには、異なる世代のリスク選好が一定あるいは予期せぬ方向に変化しないといった一定の条件が満たされなければならない。特定の金融機関の組織内部におけるクロス・セクショナルなリスク分散だけでなく、世代間のリスク分散による調整にも限界がある。Allen and Santomero (1998) は、金融仲介機関は、組織内部におけるリスク分散をベースとした「リスク負担」から市場を利用した「リスク移転」risk transfer or risk trading へと、金融仲介の基盤となるリスク管理行動をシフトさせていると指摘している。

第三に、リスク再配分市場への「市場参加コスト」participation cost の上昇である<sup>1)</sup>。金融取引の技術的高度化と複雑化は、多様なリスク再配分的手段と市場を生み出したが、高度の知識

1) Allen and Santomero (1998) は、市場参加コストが高まったために、金融取引は個人の能力を超え、金融仲介機関が市場の主要プレーヤーになってきたと主張している。

の習得能力と学習コストを要求し、新たな情報格差を生み出している。証券化商品市場や派生市場は、金融機関間のリスク再配分市場として成長してきたのであり、高度の専門的知識と技能を必要とする専門家の市場である。金融市場のエンド・ユーザーとくに個人にとって市場参加コストがきわめて高く、みずからのリスク管理のために容易に利用することができない。

すなわち。市場を利用したリスク管理の面で、専門機関の比較優位あるいは存在意義が高まったといえるだろう。家計にとって金融機関を利用する価値は、市場利用に必要な学習コストを軽減し、みずからが最終的に負担しなければならないリスクを軽減することにある。

金融機関を主たるプレーヤーとするリスク再配分市場として最近のもう一つの注目すべき展開は、参加者を限定した市場の組織化であり、いわゆる「プライベート・エクイティ市場」private equity marketsの成長である。公開市場での取引には公開情報の供給が不可欠だが、情報の規格化が困難あるいはきわめてコストがかかる場合は、公開市場は成立しない。ベンチャー・ビジネスは社会的に必要であってもリスクが高いために、公開市場を介して資金配分を実現することが難しい。この種の市場は、情報の非対称性と不完全性が大きく、一般投資家のみならず機関投資家にとっても市場参加コストが高いと考えられる。米国では、リミテッド・パートナーシップの形態を利用して限定された市場参加者の間でリスクを配分する工夫がなされ、新しい先端的な企業活動の実現に貢献してきた<sup>2)</sup>。すなわち、限定された市場参加者を対象に柔軟かつ多様な形で市場を組織し、リスクを配分する。これらの市場には、リスクを十分に見極めた限定された投資家しか直接参加することはできない。

銀行のリスク負担能力が相対的に縮小している中で、こうした新しい市場では機関投資家が

中心的プレーヤーとして参加し、リスク再配分機能を担っている。最終的な資金の出し手に代わってリスク市場に参加し、リスクを管理して最終的な資金の出し手にパス・スルーする新しい金融仲介の担い手の台頭を意味している。つまり、資産や市場の技術的高度化が、リスク再配分を円滑にするための新しい市場の創出をもたせて、金融仲介機能の変質をもたらしているといえよう。

すでに指摘したように、銀行の資産変換機能の基盤は、取引コストの軽減や情報の非対称性の縮小によるリスク分担から、市場参加コストの軽減によるリスク移転へと変化してきた。しかしながら、これら2つの機能は、投資信託、年金基金、投資顧問など、いわゆる「資産運用機関」に共通する機能である。別の言い方をすると、銀行に代表される伝統的な金融仲介機関の機能は、「資産変換」から「資産管理」へシフトし、広く資産運用機関の機能に収斂しつつあるといえるだろう。したがって、銀行と非銀行金融機関といった組織形態の区別は、リスク管理とリスクと資金の移転という機能の面では、もはや不適當である。Merton and Bodie (1995) が主張するように、特定の機能をもっともよく遂行する組織形態や制度は、経済的、政治的、文化的環境によって異なると見るべきである。

## II-2. 金融仲介とリスク分担コストの上昇

次に、最終的な資金の出し手である家計の資産選択について考えてみよう。家計にとって、資産の選択範囲は広がったが資産の特性は大きく変化したといえるだろう。分散不能リスクの上昇、情報の規格化と公開情報の供給拡大、金融取引の技術的高度化によって、伝統的銀行の資産変換コストは相対的に上昇し、預金者にとって将来収益の安全性を獲得するためのコストは上昇した。つまり、次のように考えられる。

第一に、預金の安全性すなわち預金を提供す

2) Prowse (1998) によれば、ファンドを組織し運営する金融機関が general partner となり、無限責任を負って出資先企業の経営監視を行い、limited partners となる投資家が general partner を監視するといったガバナンスの仕組みが工夫されている。

る伝統的銀行業務の評価が難しくなったために、預金者は新たに預金の質に関する「評価コスト」を負わなくてはならなくなった。Ross (1989) は、資産の購入者あるいは市場のエンド・ユーザーの立場から見た資産運用の透明性と組成の分かりやすさという点から、金融商品を3つのグループに大別している。彼の分類によれば、預金はもっとも透明性が低く、投資信託はもっとも透明性が高く、年金基金はその中間に置かれる。

不透明な商品の質は、貸出の際に要求する担保資産によって、あるいは、長期的な取引の中で培われてきた評判や情報の蓄積によって担保されてきた。ところが、金融グローバル化と情報技術進歩とともに、組織の内部でのリスクのコントロールが難しくなり、また、担保資産市場の価格変動性も高まった。市場の利用によるリスク管理が進められたが、高度化された市場を介したリスク管理を預金者が評価するのは困難である。

第二に、伝統的銀行に関する「制度的コスト」の上昇である。銀行経営の外部からのガバナンスの必要が高まるとともに、銀行経営の安全性を維持する目的で健全性規制 prudential regulation が強化された。銀行は資産運用機関とは異なる高い規制をクリアしなくてはならず、これが預金機関のリスク負担コストを高めるもう一つの要因となっている。

これら2つの要因は、銀行の伝統的な資産変換機能を支えるリスク負担コストを引き上げ、安全性という預金の資産特性を劣化させて、リスク資産に対する比較優位を低下させたといえよう。預金資産の比較優位の後退は、リスク負担を最終的な貸し手にパス・スルーする資産運用業務へのシフトと裏腹の関係にある。

この一般的な動向に加えて、日本の銀行はリスク負担機能を弱める固有の要因に直面している。第一に、言うまでもなく、1990年代に表面化した未曾有の不良債権問題である。第二に、企業グループ内および銀行と顧客企業との間のリスク・シェアリング・コストの上昇である。

株式市場の低迷と不動産市場の低迷は、いずれも企業間のリスク・シェアリングにかかわるサンク・コストを急増させた。第三に、株式市場の低迷は、自己資本に株式を組み入れた日本の銀行にとって、さらに銀行業の制度コストを引き上げる結果となった。

1990年代の長引く銀行危機のもとで、2002年4月にペイ・オフが予定されている銀行預金から国家保証が制度化されている郵貯へと、家計資産のシフトが顕著な現象となってきた。これは、家計が安全性のコストを認識している証拠であり、銀行預金をもはや安全資産とはみなしていないことの証拠と見るべきであろう。

### II-3. 個人資産分布とリスク負担

最後に、金融仲介サービスの需要者であり、最終的な資金の出し手である家計ないし個人のリスク負担能力に目を向けよう。社会の成熟化と個人金融資産の蓄積は、社会の潜在的なリスク負担能力を高める要因と受け取られる。先進諸国では、社会の成熟化と個人資産蓄積が進み、潜在的なリスク負担能力が急速に高まるとともに、家計はリスク資産の保有を拡大してきた。

ところがわが国では、1980年代以降、個人資産残高が順調に伸びたにもかかわらず、預貯金が資産の50%以上を占めている。(表1) わが国家計の安全資産指向は、依然として他の先進諸国に比べると1999年末現在も飛びぬけて高い。

(表2) わが国家計の安全資産選好に対して、遺産動機を重視する文化的・社会的背景、巨大な公的機関の存在、証券取引をめぐる不透明性など、これまでさまざまな議論がなされてきた。

日本の家計行動の特殊性を強調する議論で見落とされているのは、「資産分布」が家計の資産選択に及ぼす影響である。Kitamura, Suto and Teranishi (2001) は、戦後日本における際立った資産分布の均等性と最近顕著となってきた高齢家計への偏りに注目し、それが家計の資産選択に与える効果を明示的に分析に導入して、金融仲介のあり方を議論すべきことを強調している。以下でその論点を要約し、家計の資産分布

の影響を説明しよう。

家計の富の水準と将来所得の流れは、家計の資産選択を決定する重要な要因である。ポートフォリオ理論の相対危険回避度の概念を用いると、富の水準が高まるほど投資家の危険回避度は低下する。人的資源の将来収益を決定する投資家のライフ・サイクルも、金融資産の選択に無視できない影響を与える。Bodie, Merton, and Samuelson (1992) は、ライフ・サイクル仮説を用いて、家計の高齢化が金融投資の決定に与える影響を理論的に説明している。彼らによれば、人的資源の将来収益に関するリスクが高まるほど（賃金が不安定化するほど）家計は安全資産への投資をより好むようになるから、将来の勤労機会が不安定で勤労期間が短いと予想される高齢者は、金融投資のリスクを回避する。すなわち、家計にとって人的資源と金融資

産は代替的であり、人的資源のリスクは高齢化するほど高まるから、ライフ・サイクルにわたる最適資源配分を達成するために、高齢化するほどリスク回避度は上昇する。

Bodie and Crane (1997) は、米国教職員年金基金（TIAA-CREF）会員に対する1996年アンケート調査の結果を用いて、Bodie, Merton and Samuelson 仮説による年齢とリスク投資との関係を検証した。自発的に定期的調査に応じたメンバー4622会員にアンケートを出し、1503会員から回答を得た。その中で情報が完全に得られた916回答者を年齢と富の水準（年金勘定を除く）に応じて16グループに分けて分析した結果は、Bodie, Merton and Samuelson 仮説と完全に整合的であった。つまり、株式保有比率は加齢とともに低下し、純資産の水準が高いほど高まった。高校・大学の教職員は、国民平均より

表1 個人部門の金融資産構成

(%：年度)

	1980	1990	1995	1998
現金・預金	62.8	52.3	55.1	59.6
現金, 要求払い預金	11.4	8.8	10.0	12.3
定期性預金	51.4	43.5	45.1	47.3
銀行預金	33.9	29.2	27.1	27.1
郵便貯金	17.5	14.3	18.0	20.2
信託/保険	19.3	27.7	32.0	30.6
信託	6.0	6.8	6.6	5.1
保険	13.3	20.9	25.4	25.5
証券	17.2	18.6	12.8	9.8
投資信託	1.5	3.9	2.7	2.3
債券	8.3	4.8	3.1	2.1
株式 1 /	7.4	9.9	7.0	5.4
その他	0.8	1.4	0.1	0.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0
(兆円)	353.1	954.5	1183.0	1255.1

注) 1 / 市場価値。

2 / 集計化計算が1999年に変更されたため、それ以降と連続しない。

出所) 日本銀行、『経済統計年報』各号。

郵政省郵政研究所『貯蓄経済統計月報』各号。

表2 個人部門の金融資産構成（1999年末）

	(%)				
	日 本	ド イ ツ	フランス	イギリス	アメリカ
現預金	54.0	35.2	25.3	20.7	9.6
保険／年金	26.4	26.4	20.6	52.2	30.4
証券	15.7	37.4	50.2	24.4	57.7
投資信託	2.3	10.5	8.7	5.1	10.9
債券	5.3	10.1	1.8	1.6	9.5
株式	8.1	16.8	39.7	17.7	37.3
その他	3.9	1.1	3.9	2.7	2.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	¥1438兆	DM70340億	FF21兆	£29150億	\$35兆

出所：日本銀行『国際比較統計』

教育水準が高く労働資源の差は小さく、かつ資産運用の経験および情報量は多い均質的なサンプル・グループであることを考えると、この検証結果はきわめて示唆的である。

翻ってわが国では、他の先進国および戦前の日本社会に比べると所得と富の分布が均等であり、年功序列賃金制度と退職金の一括支払制度が一般化していたために、その中では高齢者家計とくに退職後家計に富が偏在している。表3は、1994年と1999年の家計の年齢グループ別資産構成を示している。定期性預金の保有比率は40代から徐々に上昇し、60歳以上の家計では50%を超える。証券保有は45歳以上で徐々に上がるが、もっとも多く資産を保有している65歳以上でも証券保有は1999年で15.4%、株式はわずか7%にすぎず、定期性預金は53%と各年齢層でもっとも高い。1994年の証券保有は20.6%と1999年より高いものの、そのうちで株式保有は8.8%でしかない。この間、とくに若年層では証券保有を激減させ、流動資産を増やしている。

若年層での流動性資産に対する指向と高齢者層での安全資産指向、この事実をどのように解釈すべきだろうか。将来の賃金収入に関する不安が若年層にも及んだことがこの層でのリスク

投資を抑えて流動性資産を増やしているのに対して、高齢者層の資産構成は預貯金に偏ったままほとんど変化していない。資産水準が低い若年層の流動性選好は、景気の低迷という循環的要因により強い影響を受け、資産水準が高く賃金所得が得られない高齢者層では、将来所得の安全性を選択していると解釈するのが妥当であろう。ここで強調したいのは、次の点である。家計の資産分布の均等性と家計の高齢化というわが国の現状を考慮すれば、平均的な家計のリスク回避的傾向は不合理とはいえない。銀行預金が2002年3月までペイ・オフが延期され、郵便貯金が安全性を制度的に保証されているのであるから、この選択はむしろ合理的である<sup>4)</sup>。

しかしながら、ペイ・オフが始まり、国営金融機関である郵便貯金制度の改革は避けられえないとすれば、将来、預貯金保有のコストは高まると考えられる。家計の資産選択行動は変わらざるをえないだろう。しかし、社会の高齢化の進行を考えると、家計のリスク回避的傾向と企業のリスク資金需要との間のギャップは、依然として相当程度大きいと考えざるをえない。そのギャップをどのように効率的に調整するか、そのための金融仲介機能が求められる。

高齢化と金融自由化・情報化が同時に進行す



表3 年齢別家計の資産構成 (1994年, 1999年)

(%)

年齢層	-24	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	65+
要求払い預金										
1994年	13.9	13.1	9.2	7.7	7.7	7.1	6.3	6.8	5.9	5.7
1999年	40.1	18.4	19.2	12.1	10.8	10.2	9.3	9.7	8.7	9.8
定期性預金										
1994年	49.9	37.2	43.4	39.6	43.6	42.6	42.6	47.6	51.8	53.6
1999年	37.3	44.2	32.7	35.4	36.0	41.4	43.4	46.1	50.0	53.1
保険										
1994年	33.9	26.6	33.4	37.1	35.4	36.0	30.3	28.6	25.3	18.6
1999年	22.3	31.5	38.1	36.3	41.1	34.7	33.2	31.1	27.9	21.1
証券										
1994年	0.2	14.7	7.9	10.3	8.5	11.7	16.6	13.3	14.4	20.6
1999年	0.0	3.4	4.7	8.3	7.2	9.8	10.5	9.7	12.2	15.4
(内株式)										
1994年	0.2	10.4	2.6	5.7	4.7	5.6	8.4	7.8	6.9	8.8
1999年	0.0	1.5	2.3	4.6	4.8	6.1	5.7	6.1	6.8	7.0
その他										
1994年	2.1	8.4	6.1	5.3	4.8	2.6	4.2	3.7	2.6	1.1
1999年	2.1	8.4	6.1	5.3	4.8	2.6	4.2	3.7	2.6	1.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
平均資産額 (万円)										
1994年	196	463	666	843	1105	1282	1631	1881	2477	2546
1999年	128	390	662	870	1138	1325	1826	2122	2462	2527

出所: Kitamura, Suto and Teranishi (2001). Table 5.5より作成。

原資料: 総理府『家計貯蓄動向調査』

る金融環境の中で、家計の需要を満たす良質の金融資産やサービスをいかに提供するかが、制度構築の課題である。投資信託の不振は、わが国で質の高い個人向け資産運用サービスが提供されてこなかったことの証であり、家計の預貯金選好をもたらす原因のひとつは、資産運用サービスの質の低さにあるとの認識に立って、1990年代後半以降、投資信託改革が進められてきた。これは注目すべき展開であるが、表1で示されるように、十分な成果が得られてい

ない。

わが国家計の資産分布は、小規模投資家が主体であり、リスク負担能力の高い富裕層は退職後家計に偏っている。金融サービスの需要サイドにおけるこの特徴は、日本の金融システムが市場型システムに移行する上で、決定的な意味をもっている。長期的視点から個人の資産運用を行なう年金基金は、家計のリスク管理を通じて企業と家計のリスクのミスマッチを調整する金融仲介の担い手として、わが国ではとりわけ

- 4) 戦前のわが国では家計の証券保有比率が高く、わが国家計のリスク回避傾向は固有のものではないとする指摘があるが、戦前における富の分布の著しい不平等と戦後の際立った均等分布との違い、現在直面している類まれな高齢化の進行を考慮すれば、意味ある反論とは思われない。

重要な役割を果たすと考え。長期投資家とくに個人の生涯にわたる資金配分にかかわる年金基金にとって、市場での売却による企業経営からの退出は必ずしも有利なリスク管理の手段ではなく、実質的株主として経営に関与すること

でより有効なリスク管理を行う余地がある<sup>5)</sup>。以下では、コーポレート・ガバナンスの面から長期機関投資家が個人の代理人として果たす役割について論じることしよう。

### Ⅲ．機関投資家のコーポレート・ガバナンス

#### Ⅲ－１．企業リスクの分担とステークホルダーの利害調整

企業の定義は必ずしも一致しているわけではないし、したがって、コーポレート・ガバナンス（以下ガバナンスと呼ぶ）の定義も多様である。経済学におけるガバナンスの標準的な定義は、企業リスクを負担する株主（依頼人）と経営資源を提供する経営者（代理人）の間のエージェンシー関係としてとらえ、経営者のモラル・ハザードを抑制し株主利益を確保するように経営者を動機付け、企業活動をコントロールすることである。この見方によれば、ガバナンス・メカニズムとは、株主と経営者の間で存在する企業経営に関する情報格差ゆえにもたらされる利害対立を最小化する仕組み、経営に関するインセンティブとコントロールの組み合わせととらえられる。

しかし、企業を幅広く定義すると、自己の目的を追求する多様な経済主体が特定の財・サービスの生産・販売活動に参加する組織であり、企業活動とは、組織全体として一定の目的を実現するメカニズムである。企業活動の参加者は、直接に経営に携わる内部者（経営者、従業員）、資金供給とリスク分担を通じて企業活動の実現に貢献する外部資金供給者（株主、債権者）、

財・サービスの市場を通じて経営に影響を与える取引先企業や顧客、経済的外部効果を受ける外部者あるいはその代理人（地域コミュニティや国民、規制当局）まで、幅広いスペクトルに分類される。これらの主体は、広い意味で企業の「利害関係者」stakeholdersである。問題は、多様な目的で企業活動にかかわる主体の間で、企業活動にかかわる責任（リスク）の分担と企業成果（付加価値）の配分をめぐるさまざまな対立が生み出され、企業活動の目的と方向付けに影響を与えることである。

Monks and Minow (1996)によれば、企業とは、資本、専門性、労働を提供するさまざまなグループが、彼ら全体のベネフィットを最大化するために貢献するメカニズムである。(p.2) IV節で論じられるが、英国のHampel委員会報告(1992)は、会社の事業を成功させる上で、その事業に影響を与える主体（従業員、顧客、取引先企業、資金供給者、地域コミュニティ、政府）との関係を発展させることこそ、経営者の責任であると明記している。(P.12) 現実の企業は、さまざまな利害関係者に与える影響、すなわちリスク負担に応じた付加価値の配分を配慮することなく企業活動を行なうことはできない。

5) 一般株主にとって売却による退出がもっともコストの低い株主権利行使の手段であると考えられるが、大規模長期投資家である年金基金にとって、パッシブ運用を選択していることとマーケット・インパクトを含む売却コストの大きさから、売却コストは高いと言われる。このことが、議決権行使を含む積極的な株主行動を選択する要因となっている。首藤・鈴木(1998)、首藤(1999)を参照。日本では、年金資産の法的株主は受託機関（信託銀行、保険会社）である。株主行動にかかわる日米英の制度の違いについては、首藤(2000b)を参照。

Tirol (2001)は、ステークホルダー・アプローチに立って、ガバナンスを「経営者がステークホルダーの厚生を内部化するように誘導する制度デザイン」と定義し、ステークホルダー社会におけるガバナンスのあり方の理論的な説明を試みている。Tirolによれば、経営者へのインセンティブ供与とコントロール構造のデザインは、あらゆるステークホルダーの厚生に与える影響について説明責任を負うものでなくてはならない。

企業活動をこのように幅広くとらえると、ガバナンスに対する伝統的な株主価値最大化アプローチは、きわめて限定された状況のもとでのみ有効である。すなわち、株主が経営者をコントロールして企業の剰余価値を最大化することが社会的に見た企業価値の最大化を意味するのは、他の生産要素の市場が完全競争市場であること<sup>6)</sup>、そして、企業活動の外部効果を見捨てる場合である。経営者と株主以外のステークホルダーを明示的に考慮するならば、企業活動に一定の方向付けを与えそれにしたがって企業経営の効率性が改善されるには、ステークホルダー間の利害調整メカニズムが組み込まれなくてはならない。

### Ⅲ－２．コーポレート・ガバナンス・システムの類型化

ステークホルダー間の利害調整メカニズムとガバナンス構造は、企業活動や金融機関の行動にかかわる法律や制度の制約を受け、取引慣行や意思決定の背景となる経済的・社会的背景に左右される。青木（1993）は、ガバナンス構造は銀行制度・雇用制度・政府規制などその国の企業システムにかかわるさまざまな制度の間に存在する強固な補完関係（制度補完）の上に成り立っていると主張する。Schleifer and Vishny（1997）は、投資家保護や債権者保護のための法制度整備とガバナンス・システムとの関係に注目している。Roe（1994）は、米国のガバナ

ンス・システムは、個人株主の権利を擁護する政治の影響を強く受けてきたと主張し、Bebchuk and Roe（1999）は、企業構造の経路依存性 path dependency から、各国のガバナンス構造と所有構造の違いを説明している。

実際、ガバナンス・システムは多様であるが、いくつかの類型化が試みられている。一つは、金融システムの特徴と関連付けた分類である。Kaplan（1997）は、証券市場を機軸とする「市場ベース型システム」market-based systems と、銀行制度を機軸とする「関係指向型システム」relationship-orient systems に分類している。

企業の市場価値あるいは株主利益の最大化を企業経営の目的とし、株主と経営者の間におけるエージェンシー問題に焦点を当てて、経営者のコントロールとインセンティブの関係からガバナンス構造を最適と考えるアングロ・アメリカ型ガバナンスは、市場型システムの典型である。そこでは、多数の公開企業が存在し、所有は相対的に分散化されており、流動性の高い資本市場と活発な外部コントロール市場（M&Bなど支配権の売買市場）が存在し、市場メカニズムを機軸とするガバナンス・メカニズムが機能する。株主への情報開示が進み、市場における投資家の企業価値評価を通じて経営者の行動は絶えず監視される。

これに対して、関係指向型システムは、経営者と金融機関の長期関係と協調的行動を基礎とする。典型的には、発達した銀行制度が存在するが、資本市場の流動性は低く外部コントロール市場は機能しない。企業所有は金融機関や関係会社に集中している。ドイツや日本で観察されるように、株主と債権者を兼ねる銀行は、通常、株式所有比率から示唆される以上の影響力を行使してきた。

Kaplan（1997）の分類が金融システムの制度的特徴によるのに対して、Frank and Mayer（1995）は、企業の内部者と外部者との間の経営監視コストと期待されるベネフィットの分布

6) 青木・奥野（1996）第7章，p.184.

が、ガバナンス・システムを決定しその多様性を説明することを強調している。つまり、公開企業における所有とコントロールの分離という視点が、依然として企業経済の解明の中心的な分析視点でなくてはならない。金融システムの制度的特徴は国によって異なるが、ステークホルダーを内部者と外部者に分ける見方は、広く企業のコントロールとインセンティブの組み合わせでガバナンス・システムをとらえることができる有効なアプローチである。

彼らはこの視点から、内部者がガバナンスの中心となるシステムを「内部者システム」insider systems、外部者が中心となるシステムを「外部者システム」outsider systems と名づけている。この分類にしたがえば、ドイツ・日本型システムは内部者システムに、アングロ・アメリカ型システムは外部者システムに分類される。

アングロ・アメリカ型システムは、所有の分散と個人投資家保護を前提とし、社外取締役や独立した監査役によって株主の利益が保護される。株主の利益が重視されるのは、株主が企業活動の最終的なリスク負担者として、企業のステークホルダーの中でとくに重要な機能を担っているとする見方に立っているからである。株主利益の最大化それ自体が目的ではなく、企業が保有する資源をもっとも効率的に利用して企業価値を最大化することが経営から分離された株主の利益に一致するからである。

定形化された日本型コーポレート・ガバナンスは、終身雇用制と内部昇進制からなる内部規律付けと金融機関との長期取引関係をベースとする内部者システムである。従業員と一体化した経営者は、企業の安定性と長期的経営を目的として行動し、長期的関係を結んだ債権者が内部株主となることによって、経営者と債権者との間の利害対立は軽減ないし無視される。

それぞれのシステムは、次のようなメリット

とデメリットをもっている。外部者システムは、所有分散と個人投資家保護を前提とし、市場における企業評価に必要な情報開示が進み、企業内部でも経営戦略や経営状況に関する外部者への説明が求められることから、市場を通じて多数の外部者による企業経営への規律付けが働き、経営の透明性が維持される。

しかし、株主は投資家として市場での売買を通じて容易に企業経営から退出できるから、投資視野は短期的になりがちであり、企業経営者は長期的な視点から企業経営を行なうよりも一定の距離を保ちながら株主の意向に沿った経営を選択しがちとなる。経営者は株価の動向と直近のキャッシュ・フローに強い影響を受けざるをえない。

また、所有が分散されているために、個々の株主にとって企業経営に対する監視費用は高く、小株主の free-rider 問題が発生しやすい。企業評価の短期化への歪みは、所有が分散化するほど大きいといえる。それに加えて、株主の要求になかった利益追求を目的とする企業経営は、他のステークホルダーとの軋轢をもたらし、中長期的に利害対立の調整に高いコストを払わざるをえないという問題を抱えている。レバレッジド・バイアウトの利用はコーポレート・コントロール市場を発展させたが、経営者の対応措置 (poison pill など) のコストを生み出しただけでなく、テイクオーバーにともなう従業員の解雇を防ぐ法的措置が導入されるなど、コントロール市場の機能を抑制する事態をもたらしたのはその典型的な例である<sup>7)</sup>。

内部者システムは、取引関係の形成を通じて外部株主や債権者など主要な外部ステークホルダーを内部化し、所有とコントロールの分離がもたらすエージェンシー・コストを縮小したり、安定的な資金調達を確保する点でメリットがあるとみなされている<sup>8)</sup>。経営の目的は、短期的

7) 青木・奥野 (1996) p.184-186。

8) Weinstein and Yafeh (1998) は、メインバンクを持つ企業は、銀行を内部に取り込んで資金のオペラビリティを確保するために、高い借入れコストを支払ってきたという証左を得ている。

な利潤追求よりも、企業の成長、長期的存続、安定に置かれる。他方で、経営者と債権者や大株主との間における閉ざされた情報交換が意思決定に影響を与え、公開情報が相対的に少なく経営の透明性は低く、小株主や小口顧客など取引関係に関与しない外部ステークホルダーの利益は軽視されるという問題をはらんでいる。

### Ⅲ－３．市場への代理参加と所有仲介

情報通信技術進歩は、市場取引コストや市場情報・公開情報のコストの削減を通じて伝統的な銀行の内部組織における情報生産機能とリスク負担機能を低下させた。この点で企業活動と金融取引のグローバル化は、異なるガバナンス・システムを育んできた国の間で、企業の評価基準や評価方法の収斂を進める作用を果たしてきたといえる。コーポレート・ガバナンス・メカニズムは、明らかに、内部者システムから外部者システムへと、外部者の評価を重視し企業経営の透明性を高める方向に向かっている。だが、それは所有の分散とコントロール市場を基盤とする定型的なアメリカ型システムへの収斂であろうか。

各国で共通して観察されるもう一つの現象は、機関投資家への所有の集中と積極的な株主行動である。市場での売買を通じた経営への意思表示から、公開質問状や株主総会における議決権行使といった外部株主としての直接的な経営への関与へと、機関投資家のガバナンス行動が変化してきた。つまり、ガバナンス・システムの形態の変化とともに、主要な担い手とガバナンスの手段もまた変化してきたのである。

ここで、機関投資家への所有集中と金融仲介機能との関係について考えてみよう。機関投資家とは、個人に資産運用サービスを提供する代理者型金融機関を指し、伝統的銀行やトレ

ダーなど当事者型金融機関を含まないものと定義しよう。資産運用サービスとは、投資リスクを負担する個人が投資決定を行なう際に必要とするあらゆる専門サービスを含む、幅広い概念である<sup>9)</sup>。機関投資家はこれらのサービスの提供を通じて金融仲介機能を果たすのである。機関投資家が個人に提供する資産運用サービスは、次の3つに分解される。

第一に、情報能力を装備した専門機関による市場への「代理参加」であり、情報仲介 *information intermediation* と呼ぶことができる。情報技術進歩による市場参加コストの上昇は、機関投資家を介した市場への間接参加を拡大した。個人は機関投資家を利用して市場参加コストを軽減し、高度化された市場に参加し、金融グローバル化と技術革新がもたらすベネフィットを享受し、直面するリスク管理を効率的に実現できる。代理人は情報仲介者として、取引される商品や市場あるいは負担するリスクに関して、依頼者である顧客に一定の説明責任を負わなくてはならない。

第二に、「所有仲介」 *intermediated ownership* である。運用を委ねられた機関投資家は、最終的なリスクを負担する家計や個人の代理株主として企業経営監視を行なう。家計の直接的な株式投資は、企業監視コストを伴い、株式保有の分散は *free-rider* 問題を生み出す可能性が高い。機関投資家の株式市場への代理参加は、市場参加コストの削減だけでなく、株主としての権利を守るために必要な企業監視コストを削減すると期待される。株主としての権利行使にかかわる意思決定について、依頼人に対して説明責任を負わなくてはならない。

第三に、「代表的ステークホルダー」としての役割である。機関投資家の株主としての意思決定は、他のステークホルダーの利害に影響を

9) 神田(2001a)は、運用代理人を *fiduciary* と定義し、信託の受託者を含むが、それより機能的な概念で、「他人のために仕事をする者」であり、「金融分野では、例えば金融資産を運用する立場にある者はすべてフィデューシャリーに含まれる。」と述べている。(p.98) 本論の運用代理人は、このフィデューシャリーとほぼ同義である。

あたえる。情報化が進むと、多様な情報チャネルを利用して大株主の行動が他のステークホルダーに及ぼす外部効果を認識するのは容易となるから、機関投資家はみずからの行動がもたらす社会的影響を十分に考慮して行動することが必要となる。つまり、機関投資家はその意思決定の外部効果ゆえに、代表的ステークホルダーとしての行動を求められるのである。その行動の外部効果が大きくなるほど、代表的ステークホルダーとして広く自らの行動について説明をして行かなくてはならず、機関投資家は情報公開機能の一部を担うと同時に、多様なステークホルダー間の利害調整機能を果たすことになる。

これらのサービスはいずれも、機関投資家の専門機関としての技能・知識を裏づけとしてお

り、専門家としての説明責任と一体化して提供されなくてはならない<sup>10)</sup>。機関投資家は顧客や他のステークホルダーへの説明責任を果たしつつ、家計の間接的な市場参加を媒介して家計のリスク負担能力を高め、所有仲介機能を発揮して企業経営の規律付けに加担し、ステークホルダー間の利害調整を通じて企業の付加価値の最大化に貢献する。資産運用サービスの提供は、マクロ的視点に立つならば、金融システムの「リスク再配分機能」を遂行して資金配分の効率性を高めることに他ならない。機関投資家は、市場と市場のエンド・ユーザー（個人と企業）を結ぶ触媒としての機能を果たし、リスク再配分を円滑にして経済の金融仲介機能を担うのである。

## IV. 企業年金制度改革とコーポレート・ガバナンス

### IV-1. 1990年代におけるコーポレート・ガバナンスの空白

少なくとも1980年代前半まで、わが国銀行は、借り手と貸し手の間で生じるエージェンシー・コストの縮小に貢献したとするいくつかの実証結果が得られている<sup>11)</sup>。しかし、1990年代の不良債権問題の表面化は、1980年代後半には銀行による経営の規律付けはもはや有効に働いていなかったことを意味している。Hanazaki and Horiuchi (1999)によれば、銀行経営自体がガバナンスの真空状態に置かれていた。それに加えて、資産バブルの崩壊と株式市場の低迷は、銀行に変わるべき市場による規律付けもまた有効に働いてはいなかったことを示唆している。

実際、Kitamura (2001)によれば、1990年代における大企業の資金調達行動のもっとも大き

な変化は、外部資金依存度の著しい低下であり、外部資金供給者の経営への関与は急速に減退したと見るべきである。

だが、経営者と外部資金供給者との間で生じる経営に関する情報格差とそれに起因するエージェンシー問題は、競争的市場に直面する企業ではそれほど問題とならないという指摘がある。生産物市場が競争的であるほど、生産物の市場評価に経営努力が反映され、企業価値や債務不履行リスクに関する情報格差が縮小するからである<sup>12)</sup>。

しかしながら、財・サービス市場による規律付けは、経営効率化を求める外部株主や債権者のガバナンス行動を補完ないし一部代替しても、長期的に代替することはできない。いずれ内部資金制約に直面し、また、企業活動にかかわる

10) 首藤 (2000a) は、個人の代理人として行動する金融機関や機関投資家が、みずからの行動が引き起こす社会的な外部効果を認識し専門家としての責任を遂行することが、依頼人と代理人双方の利益を高め、取引の公正と資金配分の効率性に貢献することを強調している。

11) たとえば、池尾・広田 (1992)、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990) (1991)。

表4 日米英の株式保有比率

(%)

	金融機関	(銀行)	(機関投資家)	事業法人	個人投資家
アメリカ					
1970	14.0	0.0	14.0	0.0	82.1
1981	34.3	0.0	34.3	0.0	58.3
1990	40.4	0.0	40.4	0.0	49.9
1998	49.5	0.0	49.5	0.0	40.0
イギリス					
1963	29.0	1.3	27.7	5.1	54.0
1969	34.2	1.7	32.5	5.4	47.4
1981	57.6	0.3	57.3	5.1	28.2
1990	60.8	0.7	60.1	2.8	20.3
1999	50.9	1.0	49.9	2.2	15.3
日本					
1966	23.2	15.5	7.7	18.6	44.1
1970	19.7	15.4	4.3	23.1	39.9
1980	22.8	19.2	3.6	26.0	29.2
1990	30.6	16.4	14.2	25.2	23.2
1999	24.2	12.8	11.4	23.7	26.4

注：金融機関は証券会社を除くすべての金融機関。機関投資家は、証券会社を除く非銀行。その他は外国人等。

出所：Federal reserve Bank, *Flow of Funds*, the US.

Centrel Statistical Office, *Share Ownership*, 1999. the UK..

東京証券取引所『東証要覧』2001年版。

リスクが既存株主に集中しリスク投資は制約を受けるであろう。外部資金供給者、とくに外部株主の存在は、企業の成長に不可欠である。効率的な経営がなされるためには、コストをなるべく小さくする資金調達方法を選択するだけでなく、企業リスクを適切に外部者に分担してもらわなくてはならない。

外部者による規律付けという点で、株式所有構造の変化に注目しよう。わが国でも、1990年代に入って機関投資家の株式保有は大きく伸びた。(表4)ただし、日本の個人投資家の比率

はイギリスと大差がないが、個人の代理人としての機関投資家の保有比率が低い点がもっとも重要な違いである。年金基金を含む機関投資家の株式所有比率は、英米諸国に比べればいまだ低く、所有の仲介をともなう金融仲介の展開はこれからである。

機関投資家によるガバナンスの有効性は、機関投資家がどの程度長期的に経営に関心をもち、個人の代理株主として責任を果たすかにかかっている。「受託者責任」がルール化されず機関投資家が株主（長期保有者）として十分に成熟

12) Kitamura (2001) は、1990年代後半のわが国製造企業部門で、生産物市場で競争力の高い企業ほど生産性は高いという結果を得ている。1995-1998年の日本企業に関するパネル・データ（103,956サンプル）を用いて、コブ・ダグラス型生産関数を推計し、販売シェアが生産性に正の効果を与えていることを検証している。

していない段階では、あるいは、機関投資家の経営者との間の情報格差や経営に対する視野の違いが大きい場合には、外部者によるガバナンスは不安定なものであろう。神田（2001b）によれば、1990年代のわが国では、受託者責任に関する法制度が整備されておらず、年金基金や受託機関の成熟度は十分ではないことから、外部者である機関投資家によるガバナンスは成熟していない。それを補完するために、第三者たる外部者を取り入れた企業内部監視制度の強化が図られている。

市場型システムへの移行の過程で、長期投資家あるいは株主による外部ガバナンスと企業内部ガバナンスをどのように組み合わせていくかが、リスク配分を決定することになる。機関投資家が外部株主として、どのようなイニシアティブを発揮していくかが、一つの鍵である。以下では、年金基金の役割に注目して、1990年代の日本の企業年金制度改革について論じよう。

#### IV－２．日本の企業年金制度改革と機関投資家行動

##### (1) 日本の企業年金改革

1990年代末から、高齢化社会に対応して受給者の権利を確立するために、年金基金とその受託機関に対して、議決権行使を含む受託者責任の明確化が求められるようになった。

実際、企業と年金基金受託機関の両サイドで、機関投資家の株主行動への認識は確実に高まっている。2000年度に実施されたコーポレート・ガバナンスに関する企業の意識調査（大村・増子（2001））によれば、企業がもっとも重視するステークホルダーは機関投資家であり、2001年度に行なわれた年金基金に関するアンケート調査（大村・首藤・増子（2001））によれば、年金基金の受託機関は機関投資家として企業経営の監視者として高い意識をもつようになった。この点について後で詳しく触れよう。

わが国の企業年金基金改革の流れを追うと、1980年代は緩やかな運用面での自由化が中心であったが、1990年代に入って受託機関の選

表5 米国の年金基金・財団のアセット・アロケーション (%)

	1996	1997
(1) 国内株式	47.9	50.8
(2) 国内債券	26.2	24.6
(3) 外国証券	11.4	12.3
(4) 不動産関連	4.1	3.5
(5) GIC 1 /	3.6	2.8
(6) オールタナティブ	1.8	2.1
(7) 短期証券・現金	3.3	2.8
(8) その他	1.6	1.4
合計	100	100
リスク資産		
(1) + (3) + (4) + (6)	65.2	68.7

注1 / 確定利付き保証契約。

出所：淵田（1999），p.11。

原資料：Greenwich Associates.

択幅も広がり、1990年代後半には運用規制が一段と緩和された。1980年代の運用自由化は、資本自由化にともなう外貨建て資産の運用拡大を主とする緩やかな自由化であった。1990年に受託機関の新規参入が認められ、大規模年金基金の自家運用も可能となった。さらに、1993年には外資系運用機関への運用や資産配分規制の緩和が進み、1997年12月に資産配分規制は完全に撤廃された。2000年までに、信託契約の弾力化、自家運用規制の緩和が実施され、資産運用や受託機関の選択面での規制はほぼ撤廃された。リスク投資に対する姿勢は急速に積極化し、アセット・アロケーションの比率のみでみるならば、すでにアメリカの年金基金・財団と遜色ない水準となっている。しかし、リスク投資の中身には大きな違いがある。（表5，表6）

資産配分規制の撤廃と平行して、年金基金および受託機関の運用責任の明確化が求められるようになった。運用責任には、運用戦略にもとづいた市場での売買行動のみならず、投資価値を高めるために株主として投資先企業の経営にどのようにかわるか、株主としての積極的な行動も含まれる。1997年4月、厚生省が「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関



表6 日本の厚生年金基金のアセット・アロケーション (%)

	1989	1990	1994	1997	1999
(1) 国内エクイティ 1 /	18.4	16.3	15.8	25.0	38.1
(2) 国内債券	20.1	21.7	21.2	24.1	21.5
(3) 外国株式	6.0	5.4	5.4	15.6	18.0
(4) 外国債券	5.8	5.2	3.8	6.1	7.4
(5) 不動産	0.6	0.6	0.3	0.1	0.0
(6) 貸付	11.5	10.8	8.4	2.4	1.4
(7) 生保一般勘定	35.1	36.9	42.2	24.4	11.1
(8) その他	2.5	3.2	2.8	2.2	2.5
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
リスク資産					
(1) + (3) + (4) + (5)	30.8	27.5	25.3	46.8	63.5

注：1 / 株式と転換社債の合計。

出所：厚生年金基金連合会（2001），p.23，表2－9から計算。

するガイドライン」を初めて提示し、それ以降、受託者責任に関する制度改革が次々と進められていった<sup>13)</sup>。

## (2) 年金基金と受託機関の意識変化

こうして1990年代末から、年金基金の「受託者責任」に対応する行動規範と制度整備へと、わが国企業年金基金の制度改革の重点がシフトしていったのであった。企業年金および受託機関に、コーポレート・ガバナンスの面での重要なプレーヤーとしての役割を求めるこの一連の制度改革の効果について、多くの疑問がもたれている。実際、意識や行動は着実に変化しているのか、機関投資家として、年金基金と受託機関とでは意識と行動に違いがあるのか、また、受託機関の中でも、信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社で違いがあるのではないかと、現行制度のもとでどのようなグループがコーポレート・ガバナンスの面でイニシアティブをとるの

か、議論されるべき点が多い。

以上の点に関して、大村・首藤・益子(2001)による機関投資家へのアンケート調査は、制度改革のもとでわが国機関投資家の意識と態度がどのように変化したかを示す興味深い結果を得ている。主要な結果を紹介しよう。

第一に、年金基金と受託機関の双方で、個人（年金拠出者・受給者）の代理株主としての意識が急速に高まり、議決権行使や情報提供を求める積極的な株主行動が実施されるようになった。しかし、株式所有権にかかわる日本の年金運用制度の特徴、年金基金の成熟度の低さから、年金基金と受託機関の間で意識の差はまだかなり大きい。

第二に、わが国の年金基金の中には、運用体制と意思決定がいまだ母体企業との関係に強く依存しているものがかなり見られる。母体企業と取引先金融機関の関係が運用機関の選択に影響を与えているケースも少なくない。

13) 厚生年金基金連合会は、1998年6月、コーポレート・ガバナンスに関する年金基金の「行動指針」と受託機関の議決権行使に際しての「視点」を提示した。これに対応して、受託機関は議決権行使のための内部体制の整備や運用規定の整備を迫られた。厚生年金基金連合会は、「受託者責任ハンドブック」を公表し、年金基金に受給者に対する「受託者責任」の一環として運用の基本方針とガイドラインの策定を義務付けられ、2000年3月には国民年金法などの改正により、受託者責任の一部として、運用方針の拡充と受託機関への提示が法制化された。

このように、受託者責任に対する年金基金および受託機関の意識は大きく高まったものの、年金基金サイドの専門能力の不足、母体企業への依存は根強く残っており、意識と実態との間にまだかなりの開きがある。

第三に、わが国の状況のもとでは、法的強制力をもたせることによって受託者責任を徹底させることが必要である。この点に関して、年金・受託機関の両サイドでも法制化を必要と考える機関は80%を超え、受託者責任の重要性に関する認識はきわめて高い。

第四に、少なくとも現段階では、わが国では、制度的にも実態的にも、受託機関が機関投資家として中心的役割を担わざるをえない。リスク投資の歴史が短い年金基金にとって、受託者責任の明確化とそれに対応できるだけの専門家としての能力をいかに高めるかが第一の課題であり、株主としての行動は法的株主である受託機関に委ねざるをえない。そこでは、受託機関と年金基金との間の密接なコミュニケーションが重視される。

#### IV-3. 英国のコーポレート・ガバナンス制度改革

英国は、米国と並んで市場をベースとするアングロ・アメリカ型システムの典型として論じられている。しかし、株式所有構造(表4)を見ると、個人所有比率は1963年の54%から一貫して低下を続け、1999年末15.3%である。その間、年金基金・保険会社・投資信託を中心とする資産運用機関の所有比率は27.7%から49.9%に上昇した。その成長の大きな部分は、職域年金 occupational pension schemes などの私的年金基金である。米国においても個人所有の低下と機関化の上昇は進んだが、個人の株式所有比率は1998年現在も40%水準であり、両国の株式所有構造には明らかな違いがある。この点から見ても、市場型システムへの移行はすなわちアメリカ型システムへの移行であるとする見方には

留保が必要である。

すでに指摘したように、個人の株式所有比率のみを比較すれば、日本は英国の水準とほぼ同じであり、とくに低いわけではない。問題は、資産運用機関の所有が低く、その分、事業法人与銀行の保有比率が高いという点である。金融技術革新と社会の高齢化の進行を前提とすれば、機関投資家を介した代理参加と所有の仲介を重視し、機関投資家に代表的ステークホルダーとしての機能を明確に与えて、機関投資家を機軸とするリスク配分機能を高めようとする英国型システムにもっと注目すべきであると思われる。ここでは、1990年代以降の制度改革のベースとなる4つの報告書に触れながら機関投資家のコーポレート・ガバナンスにかかわる英国の制度改革に目を向けることにしよう。

英国においても、1990年代初めまで年金基金の受託者責任やスポンサー企業と年金基金の信託関係はあいまいであった。1991年に年金信託財産がスポンサー企業の最高責任者によって不正に流用される事件が発生し、その後の制度改革に大きな影響を与えた<sup>14)</sup>。それを契機に1995年年金法制定によって年金基金の公的監視が制度化された。1992年から1998年にかけて、コーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の役割と責任を明確にする3つの報告書が相次いで公表された。いずれも機関投資家行動に関する規制を強化するものであったが、2001年に入って、年金基金のリスク投資拡大を目的に運用規制の緩和を提言する新たな報告書が発表された。これら一連の報告書に基づいて進められた英国の年金制度改革から、わが国の年金基金改革の方向についていくつかの示唆を引き出すことができる。

#### (1) 企業監視の奨励と説明責任—Cadbury 委員会報告および Greenbury 委員会報告

まず、1990年代に機関投資家の行動に大きな影響を与えた報告書とそれにもとづく制度改革

14) Maxwell 事件と呼ばれている。

について、ここで簡単に触れておくことにしよう。最初の2つの報告書は、年金基金の議決権行使を含む株主としての企業監視行動を奨励し、情報提供の面で経営者と機関投資家双方の責任を明確にした初めての報告書であった。

最初の報告は、1992年12月に公表された「Cadbury 委員会報告」である。同報告は、コーポレート・ガバナンスを、「会社が方向付けられコントロールされるシステム」と定義し、その定義にしたがって、会社の活動を方向づける手段として「自主的行為基準」the codes of best practice を提示した<sup>15)</sup>。投資先会社がそのコードを確実に遵守するように、機関投資家が所有者としての影響力を行使すべきことを明示している。同報告書によれば「一国経済は、企業の活力と効率性に依存する。…経営者は会社を自由に前進させなければならないが、その自由は有効な説明責任の枠組みで行わなくてはならない」(p.11)として、これを「グッド・コーポレート・ガバナンス」のエッセンスとみなしている<sup>16)</sup>。

この考え方に立てば、企業が投資家に対して積極的に情報を提供する IR 活動 investing relationships は、金融機関と企業を結びリンクとして定義され、グッド・コーポレート・ガバナンスの一環と解釈される。すなわち、経営者、株主、監査役それぞれが自主的に責任を果たすこ

とこそ、会社システムに対する「信任」trust を強化する手段であるとの見方であり、英国においてすでにかなり定着している<sup>17)</sup>

「Greenbury 委員会報告書」(1995年7月)は、会社役員の報酬に焦点を絞って完全情報開示を基本とする会社の新しい行為基準を提示し、経営者の説明責任を重視したコード遵守に向けて、機関投資家はその影響力を利用すべきことを強調している。さらに、投資先企業の最高責任者レベルの経営者と定期的かつ体系的に経営に関して意見交換を行うことを推奨している。(P.50)

確かに、英国においても1990年代に入ると、生命保険会社や年金基金を中心に議決権を行使する機関投資家の例が増加している。英国株に対する海外からの投資とくに米国機関投資家の投資が増え、米国機関投資家が英国企業の経営に対しても積極的に関与するようになったことも、英国における機関投資家の行動に影響を与えた。だが、米国との相違は、実際の投票率はそれほど高くなく、機関投資家は事前のコンタクトを重視し、議決権行使に慎重であると指摘されている<sup>18)</sup>。

## (2) 代表的ステークホルダーの役割—Hampel 委員会報告

三番目は、1998年1月に公表された「Hampel

15) Codes の基本原則として、openness, integrity, accountability をあげている。Openness—情報開示は、市場経済の効率的機能に貢献し、経営陣に有効かつ迅速な行動をとらせ、株主等によるより徹底した監視活動を引き出す。Integrity—偽りのない取引と完全性を意味する。財務報告に求められるのは、会社の置かれている状態について偽りなくバランスのとれた図式を提示することであり、報告書の integrity は、それを作成し提示する人の integrity に依存する。Accountability—経営陣は株主に説明責任を負うが、両者は説明責任を有効にする役割がある。経営者は、株主への情報の質を高めること、株主は所有者としての責任を全うする意思をもつことである。

16) 年金基金サイドでも、株主と経営者の対話が good corporate governance の基本であり、とくに経営戦略とその会社の市場における位置に関する対話が重要であるとの考え方を鮮明に打ち出している。(Good Corporate Governance, NAPF: National Association of Pension Funds, 1996)

17) Craven and Marston (1997) は、Cadbury 報告がまだ公表されていない1991年8月に IR 活動に関するアンケート調査を行い、上位上場500社のうち337社から回答をえている。その結果を計量分析し、すでに Cadbury 報告で明確化された行為基準を遵守している企業ほど、よく組織された IR 活動を行っているという証左を得ている。これは、公的規制よりも説明責任にのっとりた企業の自主的規制こそ、コーポレート・ガバナンスの基本であることを示唆するとの結論を導いている。

委員会報告」である。この報告の目的は、先の2報告書の意義を評価し、Cadbury 報告の基本的考え方が実際に生かされているかを再点検することであった。同報告書による次の指摘は、重要である。

第一に、Cadbury 報告書の基本理念に立って、他のステークホルダーとの関係という面から経営者の責任の内容をより明確に述べている点である。コーポレート・ガバナンスはその国の経済や社会的環境の産物であり他国のシステムをそのまま輸入すべきではないけれども、各国に共通して経営者に求められるのは、経営に関する説明責任である。(p.7-8) さらに、会社の事業を成功させる上で、その事業に影響を与える主体(被雇用者、顧客、供給者、信用供与者、地域コミュニティ、政府)との関係を発展させることこそが、経営者の責任であると明記している。(P.12)

第二に、機関投資家の顧客の代理人としての責任を明確に述べている点である。株主総会での投票権は、株式の形をとる資産の重要な一部を構成しており、機関投資家は顧客に対してその行使を検討する責任を負っていると考ええる。(P.41)

第三に、機関投資家の全株主に対する役割を明確に述べている点である。機関投資家が顧客の代理人として行動する際には、経営者との対話は決定的に重要であるが、特定の株主に対する情報提供は、株主間の情報の非対称性をもたらす可能性がある。この場合とくに問題となるのは短期的売買を引き起こす「価格反応的情報」だが、すでに一部の機関投資家はその種の情報を内部にとどめて売買に利用しない意思を表明していると論じる。(P.43-44) すなわち、機関投資家は、経営者との対話を通じて企業との関係を維持し、その行動が及ぼす外部効果を認識し、大株主としての責任を果たすという基

本的な理念を明示している。

Cadbury 報告に始まる一連のガバナンスに関する制度改革は、英国の機関投資家行動の規律付けに一定の成果を収めたといえる。Solomon et. al (2000)は、Hampel 報告の公表されて間もない1999年初めに、1990年代の制度改革に対する英国機関投資家の反応についてアンケート調査を実施した<sup>19)</sup>。その結果によれば、機関投資家の行動に関する制度改革は機関投資家に概ね受け入れられている。米国のように受託者責任は法制化されておらず機関投資家も法制化を望んではいないが、機関投資家の受託者責任、そしてその一環として企業監視機能、年金受益者への説明責任など、果たすべき代理人としての役割について十分に理解が進んでいる。また、議決権行使による直接的な企業経営への監視行動に関して、年金基金がもっとも積極的であり、中核的存在であるという結果が得られている。

### (3) 年金基金の運用自由化とリスク再配分機能——Myners 報告

上記の一連の報告書は、機関投資家が顧客に代わって企業を監視する責任を明確にしているが、他方で、公的観点から機関投資家に厳しい行動ルールを当てはめるものと解釈される。機関投資家に対する米国の規制は、情報開示と機関投資家行動に関する監査と罰則規定 auditing and penalties を法制化しそのもとで自由な運用を認めているのに対して、英国の機関投資家に対する行為基準はきわめて顧客保護の色彩が強く運用政策を縛っている。このことが、ベンチャー・キャピタル・ファンドなど、リスク投資に対する英国年金基金の行動に対して抑制効果を与えたことは確かである<sup>20)</sup>。

米国においても、1974年従業員退職所得保障法(ERISA)は、年金基金に厳格な善管注意義務と顧客忠実義務を課して受託者責任を求める

18) Short and Keasy (1997), pp.40-41.

19) 年金基金、投資信託、ユニット・トラスト、保険会社の552ファンド・マネージャーをランダム・サンプリングし、97機関17.6%から回答を得ている。

内容であったため、年金基金の運用行動を強く規制していた。その反省から1970年代末に運用規制が緩められ、それが1980年代のベンチャー・キャピタルの拡大に多大な影響を及ぼした。

英国においても、経済活性化のためのリスク投資促進という面から、機関投資家規制のあり方について議論が高まってきた。その中で、2001年3月に「Myners 報告」が発表され、注目すべき新しい制度改革の方向が打ち出されている。

同報告は、年金基金運用にかかわる制度改革を目的として委嘱された調査報告であり、機関投資家の運用全般にわたって現実的な提案を行っている。英国政府は、2001年度の予算教書で、Myners 報告の提案に沿って制度改革を進めることを表明している。その主たる提案をまとめると以下のとおりである。

第一に、年金基金の機関投資家としての専門能力を高める体制整備である。利用する外部の運用会社だけでなく年金基金の投資決定の責任者であるトラスティーも、その貢献に応じた報酬が支払われるべきことを推奨している。同時に基金加入者に対しては、投資の意思決定に関する運用方針を的確に伝える情報提供を提案している。

第二に、高リスク資産市場や技術的に高度な資産の市場への参加機会を拡大する。デリバティブなどの特定商品や特定のアセット・クラスに対する理由のない投資制約を廃止し、プライベート・エクイティ・スキームへの規制緩和を提案し、年金基金がリスク資金の仲介により積極的な役割を果たすべきことを指摘している。英国においてもプライベート・エクイティによる企業の資金調達は大きく増加しているが、同

表7 英国プライベート・エクイティ投資の源泉  
(1999年) (%)

UK		海外
年金基金	8	29
保険会社	10	7
企業	3	8
個人	3	2
銀行	6	14
その他	3	7
合計	33	67

出所：Myners Report (2001), p172 Figure 12.13.

調査によると1999年現在、67%は海外投資家による投資であって、英国の年金基金は8%をしめるに過ぎない<sup>21)</sup>。(表7)

第三に、新たな市場に参加し運用手段を拡大するためには、加入者保護のための最低積み立て基準 minimum funding requirement を見直し、加入者への説明と情報開示をベースにする制度へ移行する。

Myners 報告の核心は、年金基金の運用改善を通じて、機関投資家がリスク再配分機能を向上させ、経済における資金と資源の配分の効率化に貢献すべきという見解を明確に打ち出した点にある。これは、わが国の年金制度改革に対して、きわめて有意義な示唆を含んでいる。井上(2001)が的確に述べているように、「年金基金の意思決定プロセスの改善は、年金加入者の利益のみならず、経済全体の効率的資源配分および資産性向上に繋がるという視点は極めて重要であるにも拘わらず、我が国ではこれまで希薄であった」。(P.25)

わが国でも年金基金の運用規制の自由化とともに、リスク投資比率は英米並みに高まった。しかし、その内容を見るとリミテッド・パート

20) Mayer (2001) は、この規制の違いが、英米において新規ビジネスの活発化に大きな違いをもたらした重要な制度的要因であると指摘している。

21) 米国機関投資家によるプライベート・エクイティ投資に対する関心は高く、1997年現在、企業年金基金および公務員年金の平均10%のファンド、財団の36%のファンドは、何らかのプライベート・エクイティ投資を行なっている。(淵田(1999), 表5, p.12.)

ナーシップによるベンチャー投資にほとんど手がつけられておらず、将来の検討課題とされている<sup>22)</sup>。運用成果が問われる中で、これら新しいリスク投資に対する年金基金の関心はかなり高いと見られている。だが注意すべきは、米国においても受託者責任を課せられた年金基金にとって、この種の投資に対しては慎重な姿勢をとっている点である。審査に時間をかけ専門のコンサルタントを利用するなど、コストをかけてリスクをとっている。言葉をかえると、この種の新興ビジネスへの資金市場への参入コストは、極めて高いということである。

実際、表5で示されているように、アメリカにおいても、年金基金・財団のプライベート・エクイティ投資を含むオルタナティブ投資は、ファンド全体の2%程度を占めるにすぎない。それでも、年金基金のファンドの規模を考えれば、ダイナミックな経済活動の萌芽を育てる役割はきわめて大きいのである。リスク市場への代理参加によって最終的なリスク負担者である家計のリスク負担コストを軽減し、多数の家計の間に広く薄くリスクを分散し、社会的なリスク分担能力を高めるうえで、機関投資家とくに年金基金の役割はきわめて大きい。

## V. むすび—市場型金融仲介と年金基金のリスク再配分機能

市場を介して家計資金を企業のリスク投資に結びつけることは、日本経済活性化の必要条件である。しかし、分散不能リスクの増大と市場参加コストの上昇、家計の資産分布の均等性と高齢化家計への偏りを考慮するならば、家計を直接にリスク資産市場に動員するのには限界がある。機関投資家を介した間接的なリスク資産市場への参加が望ましい。

金融機関の基本的仲介機能は、伝統的なリスク負担からリスク再配分市場を活用した家計のリスク管理に移行し、金融仲介のコアは資産変換機能から資産運用機能に収斂すると考えられる。家計の代理人としての機関投資家が、金融仲介の担い手となる。市場型金融システムへの移行には、資産運用機関である機関投資家に、「間接的市場参加」、「所有仲介」、そして企業のステークホルダー間の「利害調整」機能を担わせ、それを経済の「リスク再配分」機能に結びつける制度設計が必要である。

企業年金基金は機関投資家の中心となるべき存在であり、経済の効率的な資金配分の担い手として市場を介した金融仲介の中心となるべき

存在である。年金制度改革は、受給者・拠出者の利益という視点だけでなく、年金基金の果たす金融仲介機能とその行動がもたらす外部効果を十分に考慮して議論されるべきである。

わが国では1990年代後半に入って、ようやく受託者責任の確立に向けて制度改革が進められ、機関投資家の意識も大きく変わってきた。市場を機軸とするシステムへの移行はわが国金融制度改革の目標であり、その実現のためには、市場をベースとする金融仲介の構築が鍵である。そこでは、代表的なプレーヤーとして年金基金および受託機関の果たす役割は決定的となる。英国で進められてきた一連の制度改革は、受託者責任を果たすためのリスク管理のみならず、リスク再配分の面における機関投資家の役割の重要性を示唆している。わが国の年金制度改革に、金融システムの制度構築を視野に入れた機関投資家の経済機能という視点が欠けていることを、ここであらためて指摘しておきたい。

22) 通商産業省（2000）アンケート調査。

## 参 考 文 献

- 青木昌彦（1993）「日米の企業統治構造は収斂するか」平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社，第2章。
- 青木昌彦・奥野正寛（1996）編著『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- 淵田康之（1999）「拡大する米国のプライベート・エクイティ市場」『資本市場動向レポート』No.99-22，1999年4月20日，野村総合研究所。
- 池尾和人・広田真一（1992）「日本の資本構成とメインバンクの役割」堀内昭義・吉野直行編『日本の金融システムの分析』東京大学出版会，pp. 39-71。
- 井上淳一（2001）「英国における年金運用実務改革の動向——Myner レポートの概要——」『年金レビュー』2001年4月，日興リサーチセンター年金研究所，pp. 16-25。
- 神田秀樹（2001a）「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』March 2001，財務省財務総合研究所。
- 神田秀樹（2001b）「日本の金融ビッグバン：その法制度およびコーポレート・ガバナンスへの影響」星岳雄・ヒュー・パトリック編筒井義郎監訳『日本金融システムの危機と変貌』第11章，日本経済新聞社。
- 厚生年金基金連合会（2001）『厚生年金基金の資産運用』2001年8月。
- 大村敬一・増子信（2001）「わが国企業の経営パフォーマンスとコーポレートガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』第54号，2001年1月，pp. 178-209。
- 大村敬一・首藤恵・増子信（2001）『わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査報告書』2001年7月，財務省財務総合政策研究所。
- 首藤 恵・鈴木 裕（1998）「わが国年金基金のコーポレート・ガバナンス」『証券アナリスト・ジャーナル』Vo.36 No.8，1998年8月，pp. 4-34。
- 首藤 恵（1999）「資産運用産業の台頭とコーポレート・ガバナンス—年金基金のあらたな役割」花輪俊哉編『金融システムの構造変化と日本経済』第6章，中央大学出版部，pp. 141-179。
- 首藤 恵（2000a）「資産運用産業の行動倫理と効率」筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社，第4章，pp. 103-130。
- 首藤 恵（2000b）「アングロ・アメリカン型企業統治と機関投資家の役割——米国型と英国型の比較」『経済学論纂』第41巻第3・4合併号，pp. 129-155。
- 通商産業省（2000）『年金資産運用者へのベンチャー投資に関するアンケート集計結果』中小企業庁委託調査，野村証券(株) 金融研究所，2000年7月。
- Allen, Franklin and Douglas Gale（1997）“Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing”, *Journal of Political Economy*, vol. 105, No. 31, pp. 523-546.
- Allen, Franklin and Anthony Santomero（1998）“The theory of financial intermediaion”, *Journal of Banking and Finance*, 21, pp. 1461-1485.
- Bebchuk, Lucian A. and Mark J. Roe（1999）“A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stanford Law Review*, Novemver 1999 Vol. 52, Number 1, pp. 127-170.
- Bodie, Zvi, Robert C. Merton, William F. Samuelson（1992）“Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle mode”, *Journal of Economic Dynamics and Control* Vo. 16 No. 3/4, pp. 427-449.
- Bodie, Zvi and Dwight B. Crane（1997）“Personal Investing: Advice, Theory, and Evidence”, *Financial Analyst Journal*, November/December,

- pp. 13-23.
- Cadbury (1992) *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1 December, 1992, GEG.
- Craven, B. M. and C. L. Marston (1997) "Investor Relations and Corporate Governance in Large UK Companies", *Corporate Governance*, Vol. 5 No. 3, July 1997, pp. 137-151.
- Frank, Julian and Colin Mayer (1995) "Corporate Ownership and Control" ed. by Horst Shiebert, *Trends of Business Organization: Do Participation and Corporation Increase Competition?*, Institute für Weltwirtschaft der University Kiel, pp. 171-195.
- Greenbury (1995) *Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury*, 17 July, 1995, GEG.
- Hampel (1998) *Committee on Corporate Governance: Final Report*, GEG.
- Hanazaki, Masaharu and Akiyoshi Horiuchi (1999) "A Vacuum of Governance in the Japanese Bank Management", *JDB Discussion Paper Series*, No. 9901, Research Institute of Capital Formation, the Japanese Development Bank.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1990) "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67-88.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991) "Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups", *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 33-60.
- Kaplan, Steve N. (1997) "Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan, and The U.S.", *Journal of Applied Economics*, Vol. 9. No. 4, winter, pp. 86-93.
- Kitamura, Yukinobu (2001) "Corporate Finance and Market Competition: Evidence from the Basic Survey of Japanese Business Structure and Activities in the Late 1990s" 2001年日本経済学会報告論文 (10月6-7日, 一橋大学).
- Kitamura, Yukinobu, Megumi Suto, and Juro Teranishi (2001) "Towards a New Architecture for the Japanese Financial System: Participation Costs, Intermediated ownership and Wealth Distribution", prepared for the International Conference organized by the Center for Economic Institutions (Hitotsubashi University, Institute of Economic Research) and the International Monetary Fund, *Designing Financial Systems in East Asia and Japan-Toward a Twenty-First century Paradigm*, on September 24-25, 2001 in Tokyo, Japan.
- Mayer, Colin (2001) "The financing and Governance of New Technologies", prepared for the International Conference organized by the Center for Economic Institutions (Hitotsubashi University, Institute of Economic Research) and the International Monetary Fund, *Designing Financial Systems in East Asia and Japan-Toward a Twenty-First century Paradigm*, on September 24-25, 2001 in Tokyo, Japan.
- Merton, Robert C. and Zvi Bodie (1995), "Conceptual Framework for Analysing the Financial Investment", *Global Financial System: A Functional Approach*, Harvard Business School, Chapter 1.
- Monks, Robert and Nill Minow (1996) *Watching the Watcher*, Blackwell.
- Myners, Paul (2001) *Myners Report on Institutional Investment*, HM Treasury, the UK.
- Prowse, Stephen D. (1998) "The Economics of the Private Equity Market", *Economic Review*, FRB of Dallas, Third Quarter 1998.
- Roe (1994) *Strong Manager, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, N.J..
- Ross, Stephan A. (1989) "Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation", *The Journal of Finance*, Vol. XLIV, No. 3, pp. 541-556.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1997) "A



survey of Corporate Governance”, *Journal of finance*, vol. 52 No. 2, June, pp. 737-783.

Solomon, J., A. Solomon, N. Joseph and S. Norton (2000) “Institutional Investors’ Views on Corporate Governance Reform : Policy recommendations for the 21<sup>st</sup> century”, *Corporate Governance*, Vol. 8 No. 3 July 2000.

Short, Helen and Kevin Keasy (1997) “Institutional Voting in the UK : Is Mandatory Voting the Answer?” *The Journal of Finance*, Vol. 5 No. 1, January 1997, pp. 37-44.

Tirole, J (2001) “Corporate Governance”, *Econometrica*, 69( 1 ), pp. 1-35.

Weinstein, David E. and Yishay yafeh (1998) “On the Costs of a Bank-Centered Financial System : Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan”, *The Journal of Finance*, Vol. 8 No. 2, pp. 635-672.